

「経営情報研究」Vol. 24, No. 1, 2 別刷  
摂南大学経営学部

## 研究論文

# 会計情報のあり方と実体経済における資源配分

高尾 裕二

## Accounting Information and the It's Real Economic Consequences

Hiroji TAKAO

**【要約】** 会計情報の良否は、本来、実体経済における資源配分に与える影響から評価されるべきであると考えられるが、その影響プロセスを捉えることはなかなか困難な作業であり、これまでのところ、このような問題意識のもとで展開された会計研究はほとんど見当たらない。しかし最近、Kanodiaらが主導する「Kanodia/Stein アプローチ」に関心が集まるにつれ、会計情報は実体経済における資源配分への影響から評価されるべきであるとの認識が次第に広がりつつある。本稿では、Kanodia and Sapra (2016) を参照しながら、「Kanodia/Stein アプローチ」を含め、明示的か暗黙的かはさておき、実体経済とのつながりに関心を寄せるこれまでの会計研究にはどのようなものがあり、それらの研究では会計情報が資源配分に与える影響プロセスをどのようなロジックをもって捉えようとしてきたのかの特徴の一端を明らかにする。加えて、それらの研究をわれわれなりの単純な枠組みを用いて整理し、資源配分への影響プロセスに焦点をあてる会計研究の今後を展望する。

## キーワード

・会計情報の評価基準、資源配分、経済効率性と価格(情報)効率性、「Kanodia/Stein アプローチ」

## 1. はじめに

「現在の経済の核心は情報にある」(Vives,2008,p.1)と指摘されるように、経済活動を実施するうえで情報は決定的に重要である。経済主体は保有する情報に基づいて自身の意思決定を行うことから、経済主体が観察することができる情報、さらに私的に獲得・収集する情報の如何によって、経済主体の意思決定は異なったものとなる。意思決定が異なり、違った経済行動が導かれるということは、端的にいえば、経済学でいう「資源配分」に情報が影響を与えるということである。

企業の活動および状況についての測定・開示からなる会計情報は、いうまでもなく企業経済社会における最も重要な情報の一つである。そうであれば、会計情報もまた関係する一連の経済主体の意思決定に影響を与え、よって実体経済における資源配分に密接に関わっているはずである。しかし、資源配分との関わりを直接念頭においた会計研究の展開は、われわれの知る限り、これまで極めて限られたものでしかない。

本稿では、会計情報のあり方と資源配分の関わりに直接焦点をあて興味深い議論を展開する Kanodia and Sapra (2016) に大きく依拠しまた参考にしつつ、加えて広く実体経済における資源配分に会計情報が係わるとする一連の研究なり見解を取り上げ、会計情報のあり方を資源配分に結びつけるためのロジックなり会計情報のあり方が資源配分に影響を与えるとの主張を支えるために用いられてきた概念装置を探り、その特徴を整理し比較する。

本稿の構成は、以下のものである。まず次節において、何をもって望ましい会計情報というのかという問題意識から会計情報の評価規準を検討する。第3節では、実体経済における資源配分への影響を強調する Kanodia らによる「Kanodia/Stein アプローチ」ないし「リアルな影響の観点」に注目し、彼らがいかなるロジックを用いて会計情報のあり方を資源配分に結びつけるのかを主に Kanodia and Sapra (2016) に依拠して詳細に跡づけ、次いで「Kanodia/Stein アプローチ」ないし「リアルな影響の観点」以外で、会計情報のあり方と実体経済との係わりに関心を寄せるその他の会計研究を概観する(第4節)。第5節は、第3節と第4節で取り上げた一連の研究なり見解のわれわれなりの視点からの若干の整理にあてられる。最後に要約とともに期待を込めて今後の展望を述べる。

## 2. どのような会計情報が望ましいのか—会計情報の評価規準

いうまでもなく、望ましい会計情報とは何かを考えるのが会計学である。会計情報の根幹をなすのは会計利益であるから、何が望ましい会計利益なのか、またその望ましい会計利益をどのように測定・開示するのが、まずは会計学に問われることになる。会計システムは、フロー・ベースの計算・開示システムとストック・ベースの計算・開示システムに大別されることから、会計の基本システムとして収益費用アプローチと資産負債アプローチがまずは比較考量されることになる。両者のうちいずれが望ましい会計の基本システムなのかに関しては、包括利益に対する純利益の取扱い、その他の包括利益項目(OCT)のリサイクリングのあり方

といった具体的な議論を伴って、現在においても引き続きホットな論点であり続けている。

何が優れた会計システムなのか、どのような会計情報が望ましいのかを検討するにあたって前提となるのが、会計情報の望ましさを判定する評価規準である。一般に、概念フレームワークにおける「レリバンス」あるいは「表現の忠実性」（ないし「信頼性」）といった会計情報の一連の質的特性が会計情報の評価規準であるとみることにもできる。とはいえ、「効用の最大化」、「利潤の最大化」あるいは「総余剰の最大化」といった明確な評価規準が存在する経済学に比べて、会計学にあっては、多くの論者が受容し支持する操作可能な評価規準は存在せず、そのことが、自然な形で理論体系内に評価装置が組み込まれた自己完結型の会計理論がほとんど見当たらないという状況をもたらしてきた主な原因のように思われてならない。このような会計学の状況が、他の隣接経済諸科学と比較してある種後進の学問領域といったイメージを生んできた理由の一つに違いない。

とはいえ、1966年のアメリカ会計学会「ASOBAT」による利用者指向への転換は、会計学に「資本市場ベースの会計研究」を生み出し、ある種、科学的な装いをアカデミックな会計学の世界に持ち込んだ。「資本市場ベースの会計研究」の関心は、いうまでもなく、会計利益を始めとする会計数値と株価／株式リターンといった資本市場関連の諸変数との関連性であり、主に回帰分析を用い、分析対象となる会計数値に係る係数の統計的有意性の観点からより有意な会計数値がそうでない会計数値より、あるいは決定係数の観点から関連性が強い会計数値が弱い会計数値より望ましいとされた。あるいはイベント・スタディから、会計情報の公表といったイベントが異常リターンなりスプレッドといった資本市場変数にインパクトがあるかどうかに関心が寄せられた。これら隆盛を極めた「資本市場ベースの会計研究」の究極の関心事は、会計情報開示が資本市場における効率的な価格形成に役立っているのかどうかにあったとみることができよう。

このような文脈から、「資本市場ベースの会計研究」が想定する会計情報の望ましさを測る評価のベースは資本市場で形成される価格（株価）であり、現実の株価が資本市場において利用可能なすべての情報を効率的に反映しているかどうかはさておき、「資本市場ベースの会計研究」においては、「価格効率性」（price efficiency）が会計情報の評価規準とされていることができる。ここでわれわれが注意すべきは、（会計情報を含む）情報一般の分析において、「価格効率性」と実体経済における効率的な資源配分を意味する「経済効率性（economic efficiency）」とは異なる概念であり、両者は一般に一致しないとされていることである<sup>1)</sup>。

両者が一致しないという論点に関しては、企業関連情報を念頭におき、たとえ資本市場で利用可能なすべての情報が反映された形で価格（株価）が形成される場合（つまり価格は効率

1) Vives (2008,p.9) は、価格効率性を情報効率性とよんでいるが、情報効率性と経済効率性の関係について、例えば、次のように指摘する。「情報効率性と経済効率性は、一致する必要はないし、一般的には一致しないであろう。いずれの場合であれ、市場マイクロストラクチャーが価格の情報効率性に与えるインパクトが決定的である。株価とファンダメンタルズズの間には存在する可能性はあるが、極端に長期にわたることはないことから、株式市場はファンダメンタルズに関する情報を伝達する」。なお Vives (2008) の主要な関心の一つは、個々の経済主体が私的に保有する情報を価格がどのように集計し反映するのかであり、関心は経済効率性というより、情報効率性（価格効率性）にある。

的である)であっても、企業は近視眼的な投資行動をとる可能性がある(つまり経済は非効率である)こと指摘したStein (1989)が有名である。本稿が大きく依存しているKanodia and Sapra (2016, p.643)は、彼ら自身が「投資の単純モデル」とよぶモデルの結果を踏まえて、「価格効率性」と「経済効率性」の相違を次のように指摘する。「交換経済における会計情報の研究は、企業のキャッシュフローを自然の外生的な状態として取り扱う。これらのキャッシュフローに関するより正確な情報は、資本市場における観察された価格が企業の真のファンダメンタルズとよりコンシステントであろうという意味において、確かに価格効率性を高めるであろう。価格は一般に実体経済 (real world economies) における資源配分に指針を与えるので、価格効率性の向上は経済効率性の向上を含意するに違いないと推論したくなる。このような思考は、自然な形で、価格効率性を高める会計開示は経済効率性を同様に高めるはずであるという結論を導く。仮に企業のファンダメンタルズが資本市場における情報と独立であるとすれば、このような結論は正しいであろう。しかし、企業の投資意思決定についてのわれわれの投資の単純なモデルは、企業のファンダメンタルズが資本市場における投資者が知っているものとは独立ではないことを示している。企業投資の測定と報告が不正確になればなるほど、企業の投資はますます減少する。企業の投資が全く測定されないとき、企業は極端に近視眼的な形で投資をする。しかしながら、資本市場における均衡価格が企業の均衡投資と完全にコンシステントであるすべての場合において、価格効率性は常に達成される。害されるのは経済効率性である。情報の欠如は、完全に機能する経済において企業が実施したであろう投資を導く (sustain) ことができない価格を、結果としてもたらすのである」。

価格効率性と経済効率性がかもともと同等の概念ではないとすれば、企業の投資意思決定といったファンダメンタルズと資本市場の双方を取り扱う分析モデル<sup>2)</sup>における会計情報の評価規準は、まずは実体経済における資源配分に関わる経済効率性であるべきである。価格はあくまで資源配分に指針を与える(集計的)情報媒体であり、情報媒体の効率性それ自体に意義があるわけではなく、効率的な資源配分を導いてこそ効率的な情報媒体に意義が認められると考えられるからである。もっとも、資本市場における価格つまり株価が効率的に形成されれば、効率的な資金の配分が期待できる。効率的に資金が配分されるか否かは、企業が有利な投資を実施するための前提であり、その意味において、会計情報の望ましさにとって一つの重要な側面である。とはいえ、効率的な資金配分は、経済の一側面にすぎず実体経済における効率的な資源の配分につながっていくことが重要なのである。会計情報の望ましさを評価するという観点から、最終的にわれわれが考慮すべきは、実体経済における資源配分への影響である。

Kanodia and Sapra (2016, pp.670-671)は最終節の冒頭において次のように指摘する。「異なる会計基準のリアルな経済的影響の識別は、会計学にとって第1階の重要性があるとわれわれは確信する」。加えて次のような主張もみられる。「会計がどのようにまたなぜ重要でありうるのかについてのより深いまたよりレリバントな洞察は、会計制度に関連した形でリアルな経済

2) 企業のファンダメンタルズと資本市場における情報が独立であると仮定するモデルであれ、独立でないとの仮定をおくモデルであれ、評価規準は経済効率性であるべきである。前者のモデルの場合は、価格効率性と経済効率性は等価である。

の動きを直接的に研究することによって獲得されるのである。将来の研究は、個々具体的な会計測定・開示ルール及びそれによって影響を受けると予想される特定の企業の意思決定に焦点を当てるべきであるとわれわれは確信する」。会計情報の経済的影響分析においてまずもって関心を寄せるべきは、株価をはじめとする資本市場関連の諸変数への影響ではなく、企業のリアルな意思決定への影響つまり企業の（生産・）投資への影響というまさに実体経済における資源配分への影響であるとわれわれも思う。

### 3. 資源配分との関わりを念頭にいた 1 つの会計研究－「Kanodia/Stein アプローチ」

会計情報は実体経済の資源配分に影響を与える可能性があり、それゆえ、資源配分への影響という視点から会計情報の分析を積極的に試みる、あるいは前節の用語を用いれば会計情報の評価規準として経済効率性を明確に位置づける必要がある。本稿では、このような会計研究の典型として主に Kanodia によって主導されてきた「Kanodia/Stein アプローチ」ないし「リアルな影響の観点」（“real effects” perspective）（以下、「Kanodia/Stein アプローチ」とよぶ）にまずは注目する。「Kanodia/Stein アプローチ」が工夫した会計情報が資源配分に影響を与えたとするロジックの理解に向けて、以下、かなり詳細に彼らの議論を跡づける。

#### （１）「Kanodia/Stein アプローチ」の特徴ある 2 つの仮定

「Kanodia/Stein アプローチ」（ないし Kanodia/Stein Tradition）について Kanodia (2007, p.1) はいう。「会計人が、企業の経済取引、利益およびキャッシュフローをどのように測定し、資本市場に向けてどのように報告するのかは、企業のリアルな意思決定に、より一般的に言えば経済における資源配分に、重要な影響を与える」。ここにいうリアルな意思決定とは、より具体的に言えば、企業の（生産・）投資の意思決定を意味する。Kanodia and Sapra (2016, p.624) ではまた次のようにも指摘される。「リアルな影響仮説は、どの経済取引が測定されどの経済取引が測定されないのか、それらの経済取引はどのように測定・集計され、何が資本市場に向けて開示されるのか、開示はどの程度の頻度でなされるのか、といった会計システムを統治する（govern）測定・開示ルールは、企業が行うリアルな意思決定に大きな影響を与える。……会計制度（accounting regime）は、企業がどのように資源を配分するのかを決定する経済環境の統合的かつ重要な構成要素の一つであり、会計制度の変更は、他の経済環境の変化とまさに同様に、違った意思決定と異なる価格を伴う新しい均衡を結果としてもたらすであろう」。

「Kanodia/Stein アプローチ」に沿ったすべての分析に共通する要素として Kanodia and Sapra (2016, p.629) が指摘するのは、次の 2 点である。

- （a）企業の意思決定がなされる時点で、市場が知らない価値関連の情報を企業の経営者は保有している。
- （b）企業を所有する報酬（株式を所有することから株主が得る報酬－筆者挿入）は、企業の最終現金累計額（terminal accumulations of cash）というよりむしろ資本市場における短期的な価格の動きによって決定される。

(a)と(b)の「Kanodia/Stein アプローチ」における2つの共通の仮定は密接に連動したものであり、ここでは(b)にまずは注目する。仮定(b)は、企業を所有することからの株主の報酬は、資本市場の発展により、現在では、企業が清算するまで株式を保有することにより受け取る最終配当というより、短期的な株式保有と株式の売買による経時的な株価の変化により決定されるというものであり、それゆえ、会計情報の分析は経時的な株価の変化への影響の観点からなされるべきであるというものである。この仮定(b)は一見至極当然の仮定のように思われる。しかしそうではない。会計開示に関する分析モデルの大半を占める経営者の「情報開示インセンティブモデル」<sup>3)</sup>では、企業が清算した段階での企業の清算価値(最終配当)の最大化という観点から、経営者の開示行動が分析される。

仮定(b)のみが、「Kanodia/Stein アプローチ」を特徴づける仮定であるとする、「Kanodia/Stein アプローチ」にあっても、最大化の対象が最終配当から経時的に形成される株価へとシフトしたとはいえ、資本市場の価格に与える会計情報の影響に(のみ)関心が寄せられることは依然として変わらない。換言すると、「Kanodia/Stein アプローチ」においても、会計情報の評価規準は価格効率性であって経済効率性ではない。ここで登場するのが、「Kanodia/Stein アプローチ」を同様に特徴づけることになるもう1つの仮定(a)である。

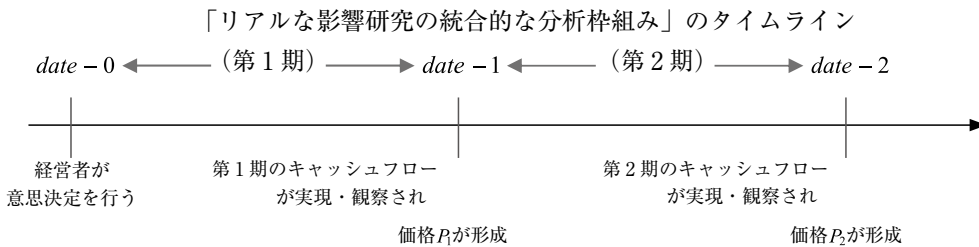
仮定(a)の意義については少し長くなるが、Kanodia and Sapra (2016, pp.630-631) 自身の説明を引用することにしよう。「企業は、時の経過に伴う企業価値の進化(evolution of the firm's value)に対して決して受動的な実体ではない。経時的な価値の進化は、経時的な企業的意思決定に付随して起こるのである。評価と企業的意思決定は関連しているのである。なぜなら、株主が証券価格の進化的な時間パスから自身のペイオフを得る場合、経営者は自身の意思決定が資本市場において経時的にどのように認知され(perceived)価格づけられるのかに必然的に関心をもつに違いないからである。このことは、情報がどのように企業的意思決定に影響を与えるのかに関する1つの根本的なシフトを表している。企業の所有者が所有権との交換で企業に資本を出資し、単に最終配当を通じて自身の報酬を得るに十分な長期の期間にわたってこれらの所有権を保持するといった世界では、企業的意思決定に用いられる情報は、企業の経営者が保有する情報である。慈悲深い経営者(株主の利害に沿って意思決定する経営者という意味-筆者挿入)は、個々の行動に関連するキャッシュフローの最終累計額のリスクと期待値を見積もることによって代替的な行動を評価するであろう。この見積りは、経営者が保有する情報にのみ基づくものであろう。経営者の情報がよいものであればあるほど、企業の株主のために行われる意思決定は望ましいものとなり、株主への期待ペイオフは大きくなるであろう。しかし、証券価格の時間パスが所有権に対する報酬を決定する場合、同じ慈悲深い経営者の意思決定は必然的に資本市場の情報によって影響を受けるに違いない。企業が行う任意の意思決定および任意の経済事象に対する任意の時点における価格反応は、市場におけるトレーダーが観察したトレーダーが行う推論に依存し、経営者が知っているものには依存しない。この意味で、企業的意思決定に影響を与えるキーとなるファクターは、どのように決定されるのかはさ

3) 2000年前後までの「情報開示インセンティブモデル」をサーベイしたものに Verrecchia (2001) がある。

ておき、市場の情報である。このことは、経営者が資本市場の情報に影響を与えることができないとわれわれが知っているのでもなければ、将来事象についての経営者の判断や経営者の見積りは何の役割も果たさないといわれわれが主張しているものでもない。……経営者が知っているものと市場が会計測定・開示から推測するものとの相互作用が、企業的意思決定を駆り立てる (drive) ……のである」。

## (2) 「Kanodia/Stein アプローチ」の統合的な分析枠組み

「経営者が知っているものと市場が会計測定・開示から推測するものとの相互作用が、企業的意思決定を駆り立てる」という指摘を分析的に明らかにする目的で提示されるのが、彼らという「リアルな影響研究の統合的な分析枠組み」(a unifying framework for the study of real effects)である。一般に新しい情報の開示がなぜリアルな影響を引き起こすことになるのかについて、「Kanodia/Stein アプローチ」の分析モデルが共通に用いるリアルな影響の抽出プロセスの基礎を理解するためにも、その概要を跡付けておくことにしよう (Kanodia and Sapra, 2016, pp.631-633)。



経営者が上場企業のために行う必要のあるある種的意思決定、 $d \in D$ 、が、企業の今後3年間にわたるキャッシュフローに影響を与えると想定してみよう。これらのキャッシュフローを、 $\tilde{x}_1$ 、 $\tilde{x}_2$ 、 $\tilde{x}_3$ 、とする。経営者は自身の意思決定を  $date -0$  で行い、単純化のために、その後はなんらの意思決定も行わないものと仮定する。 $Y_0^f$  を経営者が企業のために選択する意思決定時点における経営者が保有する情報とする。企業は、第1期のキャッシュフローが実現し観察されたのちの  $date -1$  において資本市場で  $P_1$  と価格づけられ、第1期と第2期のキャッシュフローが実現し観察されたのちの  $date -2$  において資本市場で  $P_2$  と価格づけられる。 $Y_1^m$  と  $Y_2^m$  を、 $date -1$  および  $date -2$  の各時点での資本市場におけるすべての情報とする。情報集合  $Y_1^m$  には、第1期のキャッシュフローおよび経営者が  $date -0$  で行った意思決定に関する任意の情報が含まれ、情報集合  $Y_2^m$  には、 $Y_1^m$  に加えて第2期に資本市場に到来した任意の追加の情報が含まれる。

先の仮定(b)を援用し、企業の現在の株主の報酬は、企業の最終現金累計額、 $\tilde{x}_1 + \tilde{x}_2 + \tilde{x}_3$  に依存するというよりむしろ、資本市場における企業の価格づけによって決定されるものと仮定する。株主の利害に沿って適切に行動する経営者（つまり慈悲深い経営者）は、このことを理解しているので、株主が望む価格パフォーマンスを最大にするように、自身の意思決定を選択



することになる。経営者に対するこのようなプレッシャーを踏まえると、第1期と第2期の期待資本市場価格のある種の加重平均からなる経営者の1つの目的関数がもたらされることになる。経営者は、 $date-0$ において、次式を解き、その結果として $d \in D$ を選択する。

$$\text{Max}[\alpha E(\tilde{P}_1|Y_0^f) + (1-\alpha)E(\tilde{P}_2|Y_0^f)] \quad \text{ある (some) } \alpha \in (0,1) \text{ に対して}$$

リスク中立的な価格づけを仮定し、また企業は中間配当を支払わないと仮定すると、 $date-1$ での資本市場における均衡価格は、次式のようになるであろう。

$$P_1 = x_1 + E(\tilde{x}_2 + \tilde{x}_3|Y_1^m)$$

同様に、 $date-2$ での資本市場における均衡価格は、次式のようになる。

$$P_2 = x_1 + x_2 + E(\tilde{x}_3|Y_2^m)$$

企業（経営者）の目的関数を所与にして、 $date-1$ および $date-2$ での資本市場価格の分布がどのように企業の意思決定に反応して変化するかについての信念の形成に向けて、経営者は自身が保有する情報 $Y_0^f$ を利用しなければならない。しかし、形成される市場価格それ自体は、 $date-1$ および $date-2$ のそれぞれの時点において資本市場が知っている情報集合 $Y_1^m$ 及び $Y_2^m$ に依存するのであり、 $date-0$ での経営者の情報( $Y_0^f$ )には依存しない。その結果、意思決定に際して経営者は、実行可能な意思決定の各々に対する企業の将来キャッシュフローに関する市場の信念についての自身の信念を形成しなければならない。市場の信念についての経営者の信念は、具体的には、次のように示されることになる。

$$E(\tilde{P}_1|Y_0^f) = E(\tilde{x}_1|Y_0^f) + E[E(\tilde{x}_2 + \tilde{x}_3|Y_1^m)|Y_0^f],$$

及び

$$E(\tilde{P}_2|Y_0^f) = E(\tilde{x}_1 + \tilde{x}_2|Y_0^f) + E[E(\tilde{x}_3|Y_2^m)|Y_0^f].$$

「繰り返し期待値の法則 (law of iterated expectations)」により、仮に $date-0$ において経営者にとって既知であるすべてのものが同様に $date-1$ および $date-2$ において資本市場で既知であるとする、この場合、将来キャッシュフローの市場の信念についての経営者の信念は、将来キャッシュフローに関する経営者の信念に一致する (coincide) ことが明らかとなる。より正確には、 $Y_2^m \supset Y_1^m \supset Y_0^f$  のとき、「繰り返し期待値の法則」から、次のようになる。

$$E[E(\tilde{x}_2 + \tilde{x}_3|Y_1^m)|Y_0^f] = E(\tilde{x}_2 + \tilde{x}_3|Y_0^f),$$

及び

$$E[E(\tilde{x}_3|Y_2^m)|Y_0^f] = E(\tilde{x}_3|Y_0^f).$$

以上の結果、この場合、結局、以下のようなことは明らかである。

$$E(\tilde{P}_1|Y_0^f) = E(\tilde{P}_2|Y_0^f) = E(\tilde{x}_1 + \tilde{x}_2 + \tilde{x}_3|Y_0^f).$$

よって、経営者が知っているすべてのものを資本市場が同様に知っている場合、資本市場における価格の変化は、経営者の意思決定にとって重要なものではなく (irrelevant)、価格に割り当てられる相対的ウェイトも同様に重要なものではない。任意の期待価格の加重平均の最大化は、意思決定がなされる時点における経営者の情報集合 ( $Y_0^f$ ) に条件づけられた最終的なキャッシュフローの期待値の最大化と等価である<sup>4)</sup>。このような分析の状況ないし方向性は、企業が清算した段階での企業の清算価値 (最終配当) の最大化という観点から、経営者の開示行動を分析する従来の「経営者の情報開示インセンティブモデル」と変わるところがない。

次に、先の2つの仮定のうちの仮定(a)、つまり経営者が企業の意思決定を選択する時点で、少なくとも短期には市場が保有しない価値関連情報を経営者が保有している、を発動しよう。このことは、市場の情報集合  $Y_1^m$  及び  $Y_2^m$  が、経営者の情報集合  $Y_0^f$  に比べて、ブラックウエルの意味において精細でないことを含意する。この場合、「繰り返し期待値の法則」は適用されず、次式のようになり、

$$E\left[E(\tilde{x}_2 + \tilde{x}_3|Y_1^m)|Y_0^f\right] \neq E(\tilde{x}_2 + \tilde{x}_3|Y_0^f),$$

$$E\left[E(\tilde{x}_3|Y_2^m)|Y_0^f\right] \neq E(\tilde{x}_3|Y_0^f),$$

一般的には、

$$\alpha E(\tilde{P}_1|Y_0^f) + (1-\alpha)E(\tilde{P}_2|Y_0^f) \neq E(\tilde{x}_1 + \tilde{x}_2 + \tilde{x}_3|Y_0^f),$$

である。

これらの不等式を所与とすると、株主の利害に沿って行動する経営者 (つまり慈悲深い経営者) の最適な意思決定は、一般的には、3つのすべての情報集合  $Y_0^f$ 、 $Y_1^m$  及び  $Y_2^m$  にある種の複雑な方法で依存することになるであろう。つまり、たとえ経営者が実際に市場よりも多くのことを知っているとしても、企業の意思決定は (i) 経営者の情報と (ii) 市場における情報の双方に依存することになるであろう。企業の意思決定は、第1期と第2期の価格に割り当てられる相対的なウェイトにも同様に影響されるであろうし、ファースト・ベストは一般に達成されないであろう。date-1およびdate-2での市場における情報が、測定され投資者に開示される情報に、少なくとも部分的に依存するとすれば、明らかにこのような開示情報はリアルな影響をもつであろう<sup>5)</sup>。

4) Kanodia and Sapra (2016) では示されていないが、経営者が知っているすべてのものを資本市場が同様に知っている場合の経営者 (企業) の目的関数は、結局、次のように表されることになる。

$$\text{Max} \left[ \alpha E(\tilde{P}_1|Y_0^f) + (1-\alpha)E(\tilde{P}_2|Y_0^f) \right] = \text{Max} \left[ E(\tilde{x}_1 + \tilde{x}_2 + \tilde{x}_3|Y_0^f) \right]$$

5) 会計測定・開示がリアルな影響をもつ理由についての Kanodia and Sapra (2016) の mimeo 版 (Kanodia and Sapra, 2015) での説明が分かりやすいように思われるので、重複を恐れず、mimeo 版での該当箇所の要約を改めて以下で示しておきたい。

上記のモデルから、経営者が知っているすべてのものを資本市場に向けて開示することを経営者に要求することが最適な開示戦略であると思われるかもしれない。しかし、仮に経営者が保有する情報のある種のものが、検証可能性またはその他の理由から、市場に信憑性をもって開示されないとすると、結局のところ、これらの信憑性のない情報を開示することは必ずしも最適ではないことになる。信憑性をもって開示することのできるものすべてを開示すべきと単純に強制することも同様に必ずしも最適な政策ではない。開示政策は、個々のケースごとに検討する必要があるのである。

### (3) 「Kanodia/Stein アプローチ」における会計測定・開示が与えるリアルな影響の捉え方

会計測定・開示がなぜ資源配分に影響を与える可能性があるのかについての Kanodia and Sapa (2016) の説明は、上記のようである。繰り返しになるが、改めて、われわれなりに、実体経済における資源配分に与える影響プロセスについての彼らの捉え方を整理しておきたい。

まず彼らは、株式売却時点で形成される資本市場における価格(株価)が株式を所有する株主の報酬の源泉となることから、経時的に形成される価格が現在の株主にとって決定的に重要であるとする。エイジェンシー・モデルのように経営者と株主の利害対立を想定せず、経営者は株主の利害に沿って意思決定し行動すると想定する場合においても、経時的な価格形成が現在の株主の関心事であることから、経営者はそれを無視することはできず、経時的な価格の最大化を自身の目的とすることになる(なお、経営者と株主の利害対立を想定するエイジェンシー・モデルにあっては、当然に、「経営者の報酬契約は、株主が要求する価格パフォーマンスに経営者が焦点を当てるように構造化される」(Kanodia and Sapa, 2016, p.635) ことになる)。経営者が注視しその最大化に努める資本市場における経時的な価格の変化は、各時点における資本市場の情報に依存し決定されるが、資本市場に到来する重要な情報の一つに企業の期間財務報告としての会計情報が含まれることから、経時的な価格の変化は会計情報に(も)依存することとなる。

一方で、経営者の意思決定は、当該意思決定時点において経営者が保有する情報に加えて、当該意思決定が資本市場におけるどのような将来価格の分布形成につながるのかについての経営者の推測ないし見積りからなる情報集合に条件づけられて行われる。経営者の意思

---

経営者が知っているすべてが同様に資本市場においても知られているとすると、資本市場における価格の変動は経営者の意思決定にとって重要なものではない。期待将来価格の最大化は、意思決定時点での経営者の情報集合に条件づけられた最終的なキャッシュフローの期待値の最大化と等価である。しかし経営者の情報のある種の部分が資本市場には隠されているとすると、期待将来価格の最大化は企業の最終的なキャッシュフローの最大化とは等価ではなくなる。そこでは、市場価格の時間パスが重要となり、経営者は実行可能な意思決定に条件づけられた将来の各時点での資本市場価格の分布を見積もることが必要となる。この見積りは、(i) 経営者が保有する情報に加えて、(ii) 各時点でどのような情報が資本市場に到来するのかまた当該情報に資本市場がどのように反応するのか、に依存することになる。経営者によってなされた意思決定は、ある種の複雑な仕組みのもとで、(i) 経営者が知っているものと(ii) 資本市場が各時点で観察し推測するものの双方に依存することになるのである。将来時点で資本市場に到来する情報は部分的であれ会計測定・報告に依存しているとなれば、会計は企業の意思決定にリアルな影響を持つことになるであろう(Kanodia and Sapa, 2015, pp. 9-10)。

決定が会計情報を通じて資本市場に開示されるとすれば、「企業の意思決定は資本市場における価格が企業の意思決定にどのように反応するのかによってもたらされる」(Kanodia and Sapra,2015,p.11) ことになる。要するに、経営者の意思決定を記述する会計情報の開示は、投資者の信念の形成に影響を与え、その結果として資本市場における価格が決定される。このことを踏まえて、株主の利害に沿って行動する経営者は資本市場での価格が最大になるであろうと自身が推測する意思決定を選択するということである。このような相互作用を想定すると、異なる会計測定・開示ルールは、価格の時間パスに異なる影響を与え、翻って異なる経営者の意思決定を導くことがわかる。経営者の異なる意思決定つまり異なる（生産・）投資の意思決定は、企業の取引を変化させ、その結果、異なるキャッシュフローがもたらされることになる。要するに、会計測定・開示は資源配分に影響を与えるのである。このような結果をえて、会計測定・開示ルールが与える資源配分への影響という視点から会計測定・開示ルールを評価することが可能となる。

#### （４）「Kanodia/Stein アプローチ」における分析モデルの基本セッティング

上述したような論旨の展開によって「Kanodia/Stein アプローチ」は、会計測定・開示を介して、資本市場における価格づけが企業の（生産・）投資の意思決定に影響を与え、企業の（生産・）投資の意思決定が資本市場における価格づけに影響を与えるといった相互作用を「同時決定」の分析枠組みを用いて記述し、会計情報のあり方が実体経済における資源配分に与える影響を捉えようとするのである。以下で「Kanodia/Stein アプローチ」に含まれる分析モデルの基本となる設定をみてみる。これらの分析モデルは、次のように展開されるのが一般的である。

（i）まず、会計測定・開示を前提に、企業の価格づけという役割を担う資本市場において利用可能な情報が整理され特定される。具体的には、会計報告書を通じて資本市場に開示される会計利益、実現キャッシュフロー、実際投資額などであり、加えて会計開示にもとづいて資本市場が予測することになる企業の（生産・）投資に必要な支出額ないし投資の収益率、企業の（生産・）投資活動から生み出される将来キャッシュフローなどである。ここで留意すべきは、会計報告書を通じて資本市場に開示されることになる情報はしばしば測定ノイズつきで表現されるということである。この会計測定ノイズないし会計測定の精度が、モデルが導く結果を大いに左右することになり、引いては会計測定・開示ルールの評価に大きな影響を与えることになる。

（ii）次に、経営者にとっては所与で経営者のコントロールの範囲を超えたものとして、資本市場における価格づけルールが特定される。資本市場における価格づけ<sup>6)</sup>は、資本市場における投資者が利用可能な（主に会計関連の）情報に依存するから、資本市場で形成される価格は、当然に、資本市場における利用可能な情報に条件づけられたある種の企業価値変数の期待値と

6) 多くはないが、資本市場における投資者が利用可能な情報に加えて、例えば Kanodia and Mukherji (1996) のように、投資者の選好が考慮されるモデルもある。

して記述されることになる。もっとも単純な価格づけルールのもとでは、分析対象である個々の会計測定・開示制度に基づく会計情報を条件とした企業の（生産・）投資活動から生み出されると投資者が予測するキャッシュフローの期待値として価格が特定されることになる。

(iii) 最後に、経営者（企業）は、自身の（生産・）投資の意思決定が資本市場においてどのように評価されるのか、どのように価格づけられるのかを推測したうえで、（生産・）投資を選択する。この点をモデルの記述からみると、経営者（企業）の目的関数は、（生産・）投資の支出額などの経営者の意思決定変数と資本市場で形成されるであろうと経営者が推測する（確率変数としての）価格が組み込まれた形で表現されるということであり、この目的関数を最大にする経営者の意思決定変数の1階の条件が導かれる。経営者が解かなければならない目的関数に、経営者自身の意思決定変数とともに資本市場で形成されると経営者が推測する価格が組み込まれていることこそ、一方で企業の（生産・）投資の意思決定が資本市場の価格づけに影響を与え、他方で資本市場の価格づけが企業の（生産・）投資の意思決定に影響を与えるという、双方向の相互作用を極めて単純に表現したものである（Kanodia, 2007, p.20）。

(iv) 会計測定・開示ルールが異なると資本市場での価格づけに際して利用可能な（会計）情報の内容が異なることになり、結果として1階の条件によって導かれる投資決定額などの企業の意思決定変数の均衡値は異なった値をとることになる。そこで、この意思決定変数の異なる均衡値を相互に比較する、あるいはまた完全情報の世界でもたらされるであろうファースト・ベストの結果と比較することによって、会計測定・開示ルールの特徴なり望ましさの度合いが評価されることになる。なお、モデルの設定上は(ii)→(iii)の順になり、まずは所与の価格づけルールにしたがって資本市場が企業を価格づけし、次に、その資本市場の価格が組み込まれた目的関数を企業が最大化するという順になるが、タイムラインからいえば、まずは企業が（生産・）投資政策を決定し、分析対象である個々の会計測定・開示ルールに沿って当該政策を反映した会計開示がなされ、それらの利用可能な情報に基づいて資本市場が企業を価格づけるという順になり、時間の経過からは(iii)→(ii)ということになる。ただし、このような解説はあくまでモデルの設定手順ないしモデルで想定される時間の流れを指摘したものに過ぎず、企業の意思決定と資本市場の価格づけの均衡は、経営者の目的関数のもとで求められ、両者はまさに「同時」に決定<sup>7)</sup>されるのである。

#### (5) 「Kanodia/Stein アプローチ」の一つの難点

「Kanodia/Stein アプローチ」の一つの難点として、「Kanodia/Stein アプローチ」にあってはシグナリング・ゲームないしコミュニケーション・ゲームといった複雑な状況が必然的に生み出されることになるという指摘がある（Gao, 2010, pp.19-20）。何度も繰り返すことになるが、

7) 池田・小野（2013, p.13）は、「同時決定」が経済学における一つの重要なポイントであること、きちんと理解することが難しい一方で一筋縄ではなかなか行かない経済学の面白い議論の多くが同時決定からもたらされること、また、同時に現れる効果を総合的に捉えよう・表現しようとするもので均衡がどう移るかの議論が同時決定であって、同時決定は時間の経過ではなくあくまで因果関係の説明であることなど、経済学における「同時決定」の重要性を指摘している。

「Kanodia/Stein アプローチ」では、企業の実体を不完全にあるいはノイズつきでしか測定できない会計情報のもとで投資者がどのように信念を形成し企業を価格づけるのか、また経営者はどのような投資意思決定が投資者の支持を得て資本市場における価格の最大化を導くのかを推測して投資を選択する、という均衡に向けた予測・推測の相互作用の状況が生まれることになる。前者の投資者がどのように信念を形成し企業を価格づけるのかは価格づけルールにより記述され、後者の資本市場の評価を経営者がどのように推測するのかについては、資本市場の評価に際して資本市場が予測する企業の投資政策と企業が実際に選択する投資政策は均衡において一致するという合理的期待の条件が援用されることになる。この相互作用の状況をモデルのセッティングにおいて比較的単純に取り扱うことは可能である。事実、営業支出と投資支出の区分処理が企業の投資政策に与える影響、換言すると投資支出資産化のリアルな影響を問うた Kanodia and Mukherji (1996)、また無形資産投資の測定・報告が企業の投資政策に与える影響を検討した Kanodia, Sapra and Venugopalan (2004) などでは、企業が投資の意思決定を通じて生み出すことになる将来キャッシュフローないし株主が受け取ることになる将来リターンの期待値<sup>8)</sup>として企業が価格づけられ、期待値としての企業評価（企業の価格づけ）がそのまま企業の目的関数に組み込まれ、企業の期待価格を最大にする投資政策が選択されるという風に、均衡に向けた経営者と資本市場の相互の推測・予測状況について比較的単純な取り扱いがなされている。他方、会計測定の不正確さが企業の投資政策にどのような影響を与えるのかを分析した Kanodia, Singh and Spero (2005) では、企業の投資政策を、会計報告書で開示されることになる投資支出という変数のみで表すのではなく、投資支出に投資の収益性を加えた2つの変数を用いて記述するというセッティングのもと、完全情報のケースに加えて、(i) 投資の会計測定は不正確であるが収益性は共通知識であるケース、(ii) 投資の会計測定は正確であるが収益性は共通知識ではないケース、(iii) 投資の会計測定は不正確であり収益性も共通知識ではないケース、がそれぞれ順次分析されるが、とりわけ(ii)と(iii)のケースでは、均衡はシグナリング均衡として定義され、極めて複雑な議論が展開されるに至っている。他方で、「Kanodia/Stein アプローチ」のもう1つの重要な特徴ともいいうる実際の会計情報に近似したモデル上での表現はここではみられず、単に投資測定額のノイズが企業の投資政策にどのような影響を与えるのかの詳細に分析されているにすぎない。

企業の意思決定と資本市場の価格づけの「同時決定」を特徴とする「Kanodia/Stein アプローチ」にあっては、相互の推測・予測という状況を真正面から取り扱わざるをえない。この相互作用のプロセスを比較的単純に取り扱うか、あるいはまたより現実に近い形で詳細に取り扱うのかは、結局のところ、分析したい課題に依存するという以外にはない。なぜなら、この相互作用プロセスの取り扱い方は、他方で、個々の具体的な会計基準をより実際に近い形で記述し分析できるという「Kanodia/Stein アプローチ」のもう1つの特徴と密接に連動しており、両者はトレード・オフの関係にあると思われるからである。

8) また、株主が受け取るリターンを資本市場における価格づけのベースとする Kanodia and Mukherji (1996,p.54) では、平均・分散アプローチに基づいて、価格づけに際して、リターンの期待値に加えてリスクも同時に考慮されている。

#### 4. 実体経済とのつながりを念頭においたその他の会計研究

これまで詳細に跡づけてきたように「Kanodia/Stein アプローチ」ないし「リアルな影響の観点」は会計測定・開示が、企業が行う取引に、よって企業の資源配分に影響を与えると明示的に主張する。会計制度のあり方を実体経済と結びつけ実体経済への影響という観点から、同じことであるが会計情報なり個々の会計基準を価格効率性ではなく経済効率性を念頭において分析しようとする会計研究として、「Kanodia/Stein アプローチ」以外に、一体どのようなものがあるのだろうか。「わずかな例外を除いて、会計学における過去および現在の研究は、経済の実体的側面の研究に尻込みしてきたし尻込みしており……」(Kanodia and Sapra, 2016, p.670)と指摘されるが、ほとんど見当たらないという点ではわれわれも同感である。たとえ経済への影響が考慮される場合であっても、例えば Liang and Zhang (2005) にみられるように、会計制度のあり方を負債資本によるか株主資本によるかという企業の資金調達の観点から評価しようとする議論が多くを占める。これらの議論は、いわば「資金」の配分への影響、よって経済の貨幣的側面を念頭に置くものである。貨幣的側面もまた経済を構成する1つの重要な側面であるには違いはないが、貨幣が有形・無形を問わず実体資産のポートフォリオを変化させてこそ始めて経済への影響があったとすることが会計情報の評価という点からはより望ましいのではないかと思う。

その一方で、経済の実体的側面への影響を考慮した会計研究はほとんど見当たらないとした先の指摘とは首尾一貫しないかもしれないが、たとえ会計を企業の「鏡」と捉え、会計情報を企業の過去・現在の状況・活動を映し出したものと理解し、「鏡」の正確さ、つまり会計情報の質的要件における「表現の忠実性」(あるいは「真実性」)をひたすら強調し、会計情報の経済的影響には全く関心を寄せない一方の極に位置する立場であったとしても、実体経済への影響がまったく考慮されることはないのかといえ、実はそうでもない。「忠実な表現」という属性をもつ会計情報がそうでない会計情報に比べてなぜ望ましいといえるのかともう一步突っ込んで言えば、忠実に表現された会計情報は効率的な価格形成に資し、その結果として効率的な資源配分を導くと期待されるとの答えが返ってくるかもしれない。あるいはもう少しシンプルに投資者が会計報告書に信頼を置くことができ、その結果、投資者のサイドで改めて他の情報を収集したり再計算する必要がないといった答えが返ってくるかもしれない。この場合、「表現の忠実性」は情報収集ないし再計算に係る「情報コスト」を削減するといったことがインプリシットであれ想定されているということもできる。要するに、望まし会計情報とは何かを考えるのであれば、インプリシットであれ、会計情報のあり方と実体経済とのある種のつながりが想定されているともいえよう。

以下では、「Kanodia/Stein アプローチ」のように明示的・直接的ではないせよ、実体経済との結びつき、実体経済へのある種の影響を示唆する研究なり見解を3つ取り上げ、検討してみたい。

### (1) 資本コストに注目する見解

財務報告の目的として情報提供機能が強調される時代にあつて、インプリシットとであれ会計情報のあり方と実体経済とのつながりに向けて最も重要かつ頻繁に用いられてきた概念に投資者の期待収益率を意味する「資本コスト」がある。Verrecchia (2001,p.173) は自らが主導し展開してきた一連の「開示インセンティブモデル」をサーベイし、「将来研究の方向」と題した最終節において、2000 年前後までの研究成果の分類基準に用いた (i) 開示選択の効率性および (ii) 開示のインセンティブに加えて (iii) 多様な投資者間での相互作用を伴う市場プロセス、という 3 つの側面を包含する開示モデルこそが経営者の効率的な開示を意味する真の開示の包括理論であるとした。そしてその包括的開示理論の構築に向けて、開示を、効率性・インセンティブ・市場プロセスの内生化をリンクさせるためには、資本コストという情報非対称要素の削減が 1 つのキーになる可能性を示唆している。理由は、より豊かな (greater) 開示へのコミットメントが情報の非対称性を減少させ、このことが次に、情報の非対称性が生み出す企業の資本コスト要素を低下させると期待されるからである。要するに、情報非対称性の減少による資本コストの削減が、経営者の効率的な開示選択に一つの根拠を提供すると Verrecchia (2001) はみているのである。先にも指摘したように、Verrecchia らの「開示インセンティブモデル」は、「Kanodia/Stein アプローチ」とは分析視角を異にし、特段、会計測定・開示が企業の意思決定に与える影響を、よって開示と実体経済との結びつきを意図して捉えようとするものではない。彼らの「開示インセンティブモデル」の関心は、資本市場における企業評価を最大にする経営者の開示行動のあり方であり、あくまで経済効率性というより価格効率性を念頭においた会計開示モデルである。とはいえ、このような分析視角をもつ議論にあつても、資本コストを通じて会計開示と実体経済とのある種のつながりが考慮されるあるいは考慮される必要があるとする点が、われわれの関心からいえば重要である。

資本コストについて、Knodia and Sapra (2016,pp.626-627) は資本資産評価モデル (CAPM) を念頭において次のようにいう。「会計学において、資本市場において決定される企業の資本コストは、金融市場が企業の意思決定に影響を与える一つの重要なチャネルとしてしばしば認識されてきた。「より高い品質」の会計、より多くの開示あるいはより透明性の高い開示は、企業の資本コストを削減する。このような開示の資本コスト効果は、分散不能リスクの削減に起因するものであり、また資本市場におけるトレーダー間の情報の非対称を原因とする逆選択の除去に起因するものである。このような観点またこのような観点に基づく実証研究は、優れた開示環境は有益であるというというごく一般的な洞察をもたらした。しかしそれらは、個々の具体的な測定・報告の論点に取り組む規制者に役立つであろう洞察を何ら提供するものではない」。

企業の理論的価値を求める場合にも企業が生み出す期待将来キャッシュフローとともに不可欠な要素となる資本コストは、主に資本資産評価モデル (CAPM) からの理論的根拠に裏付けられ、会計情報のあり方と実体経済をつなぐ一つの重要な概念である。ただし、資本コストは直接計測することがなかなか困難なものであり、また Kanodia and Sapra (2016) も指摘するように、会計情報のあり方について、ごく一般的あるいは包括的な (generic) 洞察を提供するに留まっている。



## (2) 契約コスト / 取引コストに注目する見解

財務報告の主たる目的を投資者の証券投資意思決定に資するためとみる情報提供機能に沿って、会計数値と株式リターン / 株価といった資本市場の諸変数との関係に注目する「資本市場ベースの会計研究」(あるいは「価値関連性研究」)に対して、むしろ会計の利害調整機能に注目し、企業を巡るステークホルダー間の利害を調整し円滑な契約履行に会計情報は役立っているとする立場から、経営者の会計行動を記述し予測しようとする Watts and Zimmerman 流の「会計手続選択論(あるいは「実証的会計理論」)が実体経済との結びつきを維持するため依拠する概念が、一連の契約過程の諸側面に関わってさまざまな形で発生する「契約コスト」である。Watts and Zimmerman (1986,p.179) は主張する。「契約コストおよび情報コストはゼロではないと仮定する経済理論を適用することによって実証的会計研究者は、会計実務の理論を展開させた。このコストの仮定によって会計手続が、企業なり企業経営者のキャッシュフローに影響を与えるとみなすことが可能になり、その結果、企業間および時点間での手続の多様性を説明する機会が与えられることになった。……会計は決して単なる形式ではない」。

会計学分野における契約コストといった契約なり取引に係るコストの認識さらにはその一般化に大きな影響を与えたのが、プリンシパル・エイジェンシー関係を前提に Jensen and Meckling (1976) が提示したモニタリング・コスト、ボンディング・コストおよび残余損失から構成されるエイジェンシー・コストである。エイジェンシー・コストは、その後、情報コストなどと同様に、エイジェンシー理論に加えて、財産権(所有権)の理論、不完備契約理論などの「契約の経済学」の展開によって、広く、契約コストの一形態として論じられることになっていく。このような文脈から会計ベースの制限条項が用いられる債務契約を取り上げた一連の議論を整理し改めて検討した Christensen et al. (2016,p.400) は、契約関係におけるコントロール権(財産権ともよばれる)の配分に注目する不完備契約理論に依拠して、「最適なコントロール権の配分は借り手の経済状態を反映する契約可能なシグナルに条件づけられる必要があるが、企業業績の集計的指標である会計シグナルはコントロール権の状態依存的な配分の主要な候補となる。不完備契約理論は、会計情報がコントロール権の状態依存的な配分を向上させることによって契約の効率性を改善することを示唆する」と指摘し、会計シグナルが効率的な契約と通じて実体経済に影響を与える可能性に注目する。

契約コストと類似した概念に「取引コスト」がある。取引コストの概念は、市場と企業組織とを代替的な取引調整メカニズム(資源配分メカニズム)と位置づけ、これら2つの経済における調整メカニズムの選択を、価格システムを利用するための費用の存在に着目した取引コストというアイデアで説明しようとした Coase (1937) にさかのぼるとされるが、その後、取引コストが経済取引のどの局面で発生し、なぜ取引コストに違いがみられるのかといった問題意識は、Williamson (1975,1996) などによってさらに展開・精緻化され、企業がバランス構造、垂直的統合などのさまざまな組織形態の説明に、さらには法律・経済の諸制度(広義の意味で経済組織とよばれる)の説明に適用され、現在では「取引コストの経済学(transaction cost economics)」として知られるに至っている。

会計学においては、契約コスト、取引コストあるいは情報コストは、それぞれ取り上げら

れる課題と状況に応じて使い分けられるにすぎず、主に会計の利害調整機能を支持する立場から、会計情報のあり方と実体経済との懸け橋として重要な役割を果たす（ことが期待される）、ある種、類似した概念とみなすことができる。そこでは要するに、契約なり取引に係るこれらのコストを削減し最小にする会計情報がそうでない会計情報よりも望ましいということになる。しかし、これららの概念にもまた難点がある。Milgrom and Robert (1996、訳書、pp.36-37) は取引コストを念頭において次のように指摘する。(i) 取引コストは現実には存在するが、第一の問題は、取引コストと生産コストなどその他のコストは簡単には区別できないということである。なぜなら、生産コストと取引コストはともに組織と技術の両方に依存しているからである、(ii) 第二の問題は、資源配分に向けた効率的な仕組みは取引コストを最小にするという考え方に関係するものである。どのような資源配分の問題にも多数の異なる効率的な解決方法が存在するので、取引コストの最小化というだけでは予測力・説明力をもつ強力な基準とはならない。多くの異なる組織形態が取引コストの最小化という基準と両立するので、取引コスト最小化基準は有用な概念とはなりえないのである。

以上のような契約ないし取引に焦点をあてる立場に対する Kanodia and Sapra (2016) の見方・捉え方はどのようなものであろうか。Kanodia and Sapra (2016, pp.625-626) は、開示される情報の受け手の意思決定のリアルな影響に関心があるのではなく、経営者自身がすでに知っている情報の企業の外部者への開示が翻って経営者が企業のために行う意思決定にどのような影響を与えるのかが自身の「Kanodia/Stein アプローチ」の関心事であることを強調したうえで、エイジェンシーおよび契約の文献は、外部者に利用可能な情報がどのように企業の意思決定に影響を与えるのかに関する1つの直観に訴える観点を提供するとし、「……企業利益、所有株式、負債比率といった制限条項及び不測の事態 (contingencies) に対する契約上の備えを示す変数の多くは、会計測定によって提供される。会計測定が明確に定義された測定ルールに従って行われるとき、このような測定は検証可能となり契約可能となる。従って、会計測定及び開示は、モラル・ハザードおよび逆選択の問題を緩和するのに役立ち、そのことによってリアルな意思決定及び資源配分に影響を与える」(Ibid., p.625) と指摘する一方で、これらの文献は、会計のスチュワードシップ/企業ガバナンス構造の役割を研究するものであり、資本市場における企業の価格づけのみに駆り立てられる会計のリアルな影響に関心をもつ彼ら自身の立場とは異なったものであるとする。

### (3) 集計的情報媒体としての会計利益に注目する見解

経済における資源配分に会計情報が関わりをもつのかどうか、関わりをもつとすればどのような概念装置を用いて会計情報のあり方が実体経済とつながるとみるかといったテーマは、われわれの年来の関心事でもある。企業社会における会計の働きを見出そうとする作業の過程で高尾 (1992) は、先にも指摘した、経済における取引調整の仕組みとして市場と企業組織を対置する「取引コストの経済学」の枠組みに依拠し、取引の調整に不可欠とみなされる情報集計的な情報媒体に注目した。ここで情報集計的な情報媒体とは、一般的には市場価格が念頭に置かれることはいうまでもない。

高尾 (1992) は、完全性・完備性の観点からさまざまなタイプの市場が現実には存在することを前提に、一方の極である完全競争市場から、市場の不完全性が次第に増し、もう一方の極である市場の不完備 (市場の不存在) に至る状況下で、同じことを企業組織サイドからみれば、純粋な市場取引から、次第にケイレツといった中間組織が形成され、最終的に組織が確立する一連のスペクトラムにおいて、市場価格とともにさらには市場価格に代わって、会計シグナルとりわけ会計利益が、企業が関与する取引の調整メカニズムにおける情報集計的な情報媒体として働く可能性を示唆する「数的シグナルの観点」を提唱した。さらに高尾 (2008) では、ワルラス (価格による分権化) とエッジワース (協調による改善) にもとづく均衡配分に至るプロセスを対照させ、両者による配分の均衡が最終的には一致することを示す議論<sup>9)</sup>を借りて、エッジワース・プロセスにおいては、価格の存在が全く想定されず、「コア概念」を用いて均衡配分が達成される点に注目した。その上で、会計利益が「コア概念」の粗雑ではあるが一つの計測可能な代理変数となりうると想定することもあながち的外れではないとし、会計利益が集計的な情報媒体として均衡配分を駆動する可能性を指摘し、「数的シグナルの観点」を補強した。

要するに、「数的シグナルの観点」では、価格メカニズムが十分には機能しない、さらには価格メカニズムが存在しない状況のもとでは、価格に代わって会計利益が資源配分に指針を与える情報媒体として機能する (可能性がある) という視点から、会計情報のあり方と実体経済とのつながりを想定するのである。

## 5. 資源配分との関わりに関心を寄せる会計研究の若干の整理

「Kanodia/Stein アプローチ」では、企業の価格づけという役割を担う資本市場がモデルに組み込まれる。いうまでもなく資本市場は、現実には存在する市場としては情報効率的でよく組織された市場の一つである。高尾の「数的シグナルの観点」にあっては、市場価格と対置した形で取引調整メカニズムにおける集約的な情報媒体としての働きを会計利益に見出そうとすることから、不完全なさらには不完備な市場にむしろ目が向けられている。このことは、資源配分との関わりに関心を寄せる一連の会計研究を整理するためには、企業が直面する市場について、各研究が自身の理論を体系化するにあたってどのようなタイプの市場を想定するのが一つのカギになることを物語っている。

最後に、まず会計情報のあり方が資源の配分に影響を与えるとする影響プロセスを見出しまた概念装置を組み立てるにあたって想定される市場のタイプを検討し、その市場タイプから、資源配分との関わりに関心を寄せる会計研究を少し整理することを考えてみる。

どのような問題意識のもとであれ、市場のタイプを検討する必要がある場合、一方の極に、市場が理想的なパフォーマンスを発揮する完全な市場<sup>10)</sup>をまずは議論の出発点とするのが一般

9) Hildenbrand and Kirman (1988, Chap.1)。

10) 完全な市場の典型は、最適な資源配分を導くとされる完全競争的な市場である。「完全競争」については様々な理解がある。神取 (2014, p.92) では完全競争を「市場に多数の生産者と消費者がいるため、個々の生産者や消費

的である。「市場の完全性」については様々な定義・理解がありうるが、そのうち、完全な市場を(a)情報は完全である（情報コストはゼロ）かつ／または(b)取引に摩擦がない（取引コスト／契約コストはゼロ）市場とする定義が、もっともわれわれの関心に適合した定義である。なお、契約コストに情報コストを含めるなど、不完全市場に関しては(a)と(b)の両者を特段区別しないことも少なくないが、ここでは両者をあえて区別して議論する。

まずは市場において情報は完全であるという(a)の定義である。この定義は、価格が集計する情報の範囲と情報集計のスピードの2つの側面をもつ価格の効率性に注目して市場を特徴づけようとするものである。ここで一方の極である完全な市場とは、概念的には、各経済主体が分散して保有する情報のすべてを瞬時に集計して価格が形成される情報効率的な市場ということになる。したがって、価格が反映する情報の範囲が限定されるにつれ、また情報の集計に時間を要するようになるにつれ、市場は次第に情報非効率となり、そこで観察される価格は資源配分に指針を与える集計の情報媒体としては信頼のおけないものになっていく。本稿の関心に沿って、ここで強調すべきは、(a)の定義は情報の観点から価格という集計の情報媒体に注目した市場の定義であるということである。

取引を実施するためには、価格といった集計の情報媒体の存在に加えて、交換の仕方、つまり取引の仕組みが必要である。(b)の定義は、第一義的に、この取引の仕組みに着目した定義である。「取引コストの経済学」的にいえば市場か組織かということになる。完全な市場の典型である「完全競争市場」では、多数の売り手・買い手が市場に参加し、個々の市場参加者が市場で成立する価格に影響を与えることはなく、すべての市場参加者は価格を所与のものとして取引を行うという「プライス・テイカーの仮定」が置かれる。市場の参加者が少なくなるにつれ、取引は、競争的なものから戦略的なもの<sup>11)</sup>になり、取引の仕組みは、市場的取引から次第に契約的取引に移っていくと考えられる。この方向でのもう一方の極では、市場的取引がまったく行われず、市場自体が存在しない状況（不完備市場）が想定され、この場合、取引は相対取引といった契約によって行われることになる。要するに、(b)の定義は（競争的状况下での）市場的取引を想定するか（戦略的状况下での）契約的取引を想定するのかという取引の仕組みを念頭においた市場の定義であるといえる<sup>12)</sup>。

---

者が生産や消費を変えても、市場で成立する価格には影響がないような状態のことである」と定義し、個々の生産者や消費者が市場価格を一定とみて行動するといういわゆるプライス・テイカーの仮定から完全競争が特徴づけられている。この場合、完全競争に対置される市場は、個々の生産者が価格支配力をもつ市場であり、このような市場は「不完全競争」の状態（神取、2014、p.288）とされる。ただし、このような独占市場および寡占・複占市場を意味する「不完全競争」の状態であっても、情報コストおよび取引コストはともにゼロと仮定されていると思われるので、本文では、完全競争市場という用語は用いず、「完全な市場」と表現した。われわれの用語からいえば、完全競争市場は「完全な市場」の典型ということになる。

- 11) 戦略的状况とは、たとえば、神取（2014、p.305）によれば、「自分にとって何が得かは相手の出方による。したがって、相手の出方を読む必要があるような状況である」。
- 12) 現実の世界では、「完全競争市場」を典型とする情報コスト・契約コストがゼロといった完全な市場あるいは完全な市場に近似するとみなしうる市場はほとんど存在しないといってよいであろう。神取（2014、p.303、p.305）は、社会・経済のほとんどすべての問題は戦略的状况にあると指摘し、完全競争市場しか分析できなかった従来の経済学の欠点を克服するために生まれてきたものがゲーム理論と情報の経済学であるとする。

このような議論から、(b)の定義に係わった取引の仕組みからは、市場取引か契約取引か、また(a)の定義に係わった集計の情報媒体からは、価格か会計利益といった価格以外のシグナルか、といった対立軸が浮かび上がってくる。不十分なものといわざるをえないが、最後に、このような対立軸を用いて、取り上げた各議論が想定し採用する会計情報のあり方を実体経済に結びつけるロジックの特徴の一端を探ってみる。

資源配分への影響を積極的に主張する「Kanodia/Stein アプローチ」では、利用される情報は会計関連情報といった形で特定される一方で、その特定された利用可能な情報を時間をかけずに集計して価格が形成される資本市場がモデルに組み込まれる。分析目的から利用可能な情報は特定されているとはいえ、「Kanodia/Stein アプローチ」が想定する集計的信息媒体は企業を情報効率的に価格づける価格(株価)である。会計情報はこの株価に織り込まれ、この株価を最大にするような(生産・)投資政策を経営者が選択するというロジックにより、会計情報のあり方が資源配分とつながることになる。われわれの対立軸からいえば、(完全な)市場取引と(情報に効率的な)価格の組み合わせによる理論構成が「Kanodia/Stein アプローチ」の特徴であるということになる。

高尾(1992,2008)の「数的シグナルの観点」では、集計的信息媒体にまずは注目し、たとえ価格がまったく観察されない組織内取引などにおいても、取引を調整するための集計的信息媒体は取引の実施に必要であるに違いないとし、会計利益といった会計数値が価格に代わって集計的信息媒体として働く可能性を示唆する。このようなロジックのもと、仮に会計利益がこのような役割を確かに果たすとするれば、そのような状況のもとでは、会計利益のあり方が交換を通じて資源配分に影響を与えるのは自明である。われわれの対立軸からいえば、価格の情報非効率的な価格の不存在のもとでの集計的信息媒体として働く会計利益と、このような状況のもとでの取引の仕組みである契約取引の組み合わせが「数的シグナルの観点」の土台となっているのである。高尾(1992,2008)がそうであるように、一般的にいて、完全な市場取引とそれと連動するある種の効率的な価格を前提としたうえで、会計情報のあり方を資源配分につなげるロジックを見出すことはなかなか困難な試みであるように思われる。この意味でも「Kanodia/Stein アプローチ」のアイデアの素晴らしさがわかる。

企業に資金を提供する対価(価格)である資本コストは金融・株式市場で決定される。資本コストはまた企業の投資意思決定において投資プロジェクトの正味現在価値を求める際にも利用され、その結果、企業価値は資本コストに大きく左右される。会計開示の選択が資本コストに影響を与えるという(ある種インプリシットな)経路を通じて、会計情報のあり方と資源配分を結びつけるロジックも確かに有力である。このようなロジックは、われわれの対立軸からは、市場取引と集計的信息媒体としての資本コストの組み合わせに基づくものといえる。

「実証的会計理論」にみられるような、経営者の会計手続の選択がエイジェンシー・コストを始めとする契約コストに、よってキャッシュフローに影響を与えるとみる見解は、会計情報のあり方と資源配分を結びつけるロジックという点からは最もシンプルなものである。これらの見解は、われわれの対立軸からいえば、集計的信息媒体は考慮されず、取引の仕組みとして契約取引のみを前提とした理論構成を特徴とするものであるといえる。ただし、先にとりあ

げた Christensen et al. (2016) などとりわけ会計ベースの制限条項を伴う債務契約に関する議論においては、制限条項に用いられる会計数値がシグナルとして機能し、コントロール権の配分に影響を与え、契約の効率性を改善するといった捉え方が示唆されている。契約的取引といった取引の仕組みに加えて情報媒体も視野に入れたうえでの会計情報と資源配分のつながりが模索されているといえよう。

## 6. おわりに

会計情報あるいは個々の会計基準を、実体経済との関わりからつまり経済効率性の観点から評価するという分析視角は極めて魅力的である。それゆえ、アカデミックな世界にあっては、ある種のロジックから資源配分への影響を組み込み、資源配分への影響プロセスを内生化した会計理論の展開が求められる。しかしながら、実体経済との関わりを明示的に捉えようと積極的に意図した会計研究はこれまでほとんどみられなかった。会計情報は、企業の活動・状況を映した「鏡」であり、会計学は忠実なまた真実な測定・報告のあり方に専心すればよいといった思いが強かったからかもしれない。投資者といった情報利用者の立場から会計情報を定義するという視点の大転換を図った「基礎的会計理論 (ASOBAT)」の公表以後、会計利益といった会計数値と株式リターン／株価といった資本市場変数との関係を実証的に検証する「資本市場ベースの会計研究」が60年代末から始まり、会計研究に科学的な装いが持ち込まれるようになった。現時点でのあと知恵に違いないが、われわれは、価格効率性と経済効率性の相違に気づかず、あるいは価格効率性が必ず経済効率性を導くと楽観していたのかもしれない。「資本市場ベースの会計研究」から10年ほど遅れて経営者の会計手続選択を説明・予測しようとする「実証的会計理論」とよばれる新たな会計研究が生まれた。「実証的会計理論」は、経営者の会計選択行動は契約コストに影響を与え、契約コストとして具現化されるキャッシュフローへの影響を介して会計情報のあり方を実体経済に結びつけようとするものであった。

「Kanodia/Stein アプローチ」に関心が集まるにつれ、資源配分に与える影響から会計情報は評価されるべきとの認識が次第に広がりつつあるように思われる。資源の配分はまずは市場メカニズムないし価格メカニズムによるというのが一般的な理解である。よって会計情報が資源配分に与える影響を捉えようとする場合、市場メカニズムないし価格メカニズムをどのように位置づけどのように取り扱うのが、実体経済とのつながりに関心を寄せる会計研究が最初に直面する重要な課題となる。本稿では、取引を実施するにあたっては、(i) 取引の仕組みと(ii) 集計的情報媒体の2つの要素が少なくとも必要となると考え、(i) については、市場取引 ↔ 契約的取引、(ii) については、価格 ↔ (会計利益などの) 価格以外のシグナルをそれぞれ対比させるという極めて単純な枠組みから、これまでの会計研究が会計情報を実体経済とどのように結びつけ、どのようなロジックから会計情報は資源配分に影響を与えることができたのかについて若干の整理を試みた。市場取引 ↔ 契約的取引および価格 ↔ (会計利益などの) 価格以外のシグナルというそれぞれの対立軸について、ある程度の連続性

をもつスペクトラムと想定し、われわれの単純な枠組みが取引の仕組みと集計的情報媒体を2つの軸とする面を構成するとすれば、それぞれの座標には実体経済とのつながりを明らかにする異なるタイプの理論が対応している(はずである)と考えることもできる。また市場メカニズム/価格メカニズムの視点からいえば、完全とみなしうる市場は極めて限られた範囲でしか存在せず、現実には様々なタイプの市場が存在する。それゆえ現実中存在する多様なタイプの市場ごとに、会計情報が実体経済に与える影響プロセスを個々に明らかにして行くこともまた必要であるということになる。いずれにせよ、実体経済とのつながりに積極的に関心を寄せる多様な会計研究の展開が今後一層期待されることだけは間違いない。

(本論文は、科学研究費助成金(挑戦的萌芽研究・課題番号 26590084)の研究成果の一部である)

## (参考・引用文献)

- Coase, R.H., 1937. "The Nature of the Firm." *Economica*, n.s.4, 142-167.
- Coase, R.H., 1988. *The Firm, the Market, and the Law*. University of Chicago, Illinois (宮沢健一・後藤晃・藤垣芳文 共訳 (1992)『企業・市場・法』東洋経済新報社)。
- Gao, P., 2010. "Disclosure Quality, Cost of Capital, and Investor Welfare." *The Accounting Review* 85(1), pp.1-29.
- Christensen, H.B., V.V. Nikolaev, and R. Wittenberg-Moerman. 2016. "Accounting Information in Financial Contracting: The Incomplete Contract Theory Perspective." *Journal of Accounting Research* 54(2), pp.397-435.
- Hildenbrand, W., and A.P. Kirman. 1988. *Equilibrium Analysis: Variations on Themes by Edgeworth and Walras*, Chapter 1. Elsevier Science Publishers B.V., Amsterdam.
- Jensen, M.V., and W.H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Costs and Ownership structure." *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360.
- Kanodia, C., 2007. *Accounting Disclosure and Real Effects*. Foundations and Trends in Accounting, 1(3), pp.1-95 (佐藤絃光監訳、奥村雅史・鈴木孝則訳 (2011)『会計ディスクロージャーと企業行動』中央経済社)。
- Kanodia, C., and A. Mukherji. 1996. "Real Effects of Separating Investment and Operating Cash Flows." *Review of Accounting Studies* 1, pp.51-71.
- Kanodia, C., and H. Sapra. 2015. "A Real Effects Perspective to Accounting Measurement and disclosure: Implications and insights for Future Research." Mimeo, pp.1-59.
- Kanodia, C., and H. Sapra. 2016. "A Real Effects Perspective to Accounting Measurement and disclosure: Implications and insights for Future Research." *Journal of Accounting Research* 54(2), pp.623-676.
- Kanodia, C., R. Singh, and A.E. Spero. 2005. "Imprecision in Accounting Measurement: Can It Be Value Enhancing?" *Journal of Accounting Research* 53(6), pp.1315-1335.
- Kanodia, C., H. Sapra, and R. Venugopalan. 2004. "Should Intangibles Be Measured: What Are the Economic Trade-Offs." *Journal of Accounting Research* 42(1), pp.89-120.
- Liang, P.J., and X. Zhang. 2005. "Accounting Treatment of Inherent versus Incentive Uncertainties and Capital Structure of the Firm." *Journal of Accounting Research* 44(1), pp.145-176.
- Milgrom, P., and J. Roberts. 1992. *Economics, Organization and Management*. Prentice Hall, Inc. U.S.A (奥野正寛・伊藤秀史・今井晴夫・西村理・八木甫訳 (1997)『組織の経済学』NTT出版)。
- Stein, J.C., 1989. "Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior." *Quarterly Journal of Economics* 104(4), pp.655-669.

- Verrecchia,R.E., 2001." Eassays on Disclosure." *Journal of Accounting and Economics* 32(1-3), pp.97-180.
- Vives,X., 2008. *Information and Learning in Markets—The Impact of Market Microstructure—*.Princeton University Press, USA.
- Watts,R.L.,and J.L.Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall, Inc.,USA （須田一幸訳(1991)『実証理論としての会計学』白桃書房）。
- Williamson,O.E.,1975. *Markets and Hierarchies*. Macmillan Publishing Co., New York. (浅沼萬里・岩崎晃共訳 (1975)『市場と企業組織』日本評論社) .
- Williamson,O.E.,1996. *The Mechanisms of Governance*. Oxford University Press, New York.
- 池田新介・小野善康 (2013)「経済学の活用方法－その可能性を探る－」『経済セミナー』June/July、pp.11-21.
- 今井賢一・伊丹敬之・小池和男 (1982)『内部組織の経済学』東洋経済新報社.
- 神取道宏 (2014)『ミクロ経済学の力』日本評論社.
- 高尾裕二 (1992)『制度としての会計システム－経済社会のなかの会計の働き－』中央経済社.
- 高尾裕二 (2006)「会計基準の評価基準を考える」『会計』170 巻 6 号、森山書店、pp.779-794.
- 高尾裕二 (2008)「市場経済におけるディスクロージャー」(柴健次・須田一幸・薄井彰編著『現代のディスクロージャー－市場と経営を革新する－』中央経済社、第 6 章所収.)
- 高尾裕二 (2016)「「リアルな影響」に向けた会計実証分析の現状と課題」『経営情報研究』23 巻 1・2 号合併号、摂南大学経営学部、pp.75-99.



